Domingo 3
de diciembre
de 1995
Año 6 - N° 292



CASH

Suplemento económico de
Página/12

INFORME ESPECIAL

Los créditos bancarios impagos totalizan 16.100 millones de dólares

LOS CLAVOS

- La mora de los créditos de consumo y vivienda suma 7386 millones
- De julio a agosto trepó 400 millones
- El 22,6 por ciento de la cartera total de préstamos está en situación irregular
- Desde el efecto tequila la morosidad creció en 2280 millones
- La recesión, la desocupación y las rebajas salariales afectaron la capacidad de repago

Exito de la moratoria

FUGA HACIA ADELANTE

Por Alejandro Morduchowicz

Enfoque, **página 8**

Cavallo para Washington

EL AUDITOR EXTERNO

Por Eugenio Díaz Bonilla

página 5

Burbuja especulativa

TODAVIA NO TERMINO

Por Alfredo Zaiat

El Buen Inversor, **página 6**

CREDITOS



Hace dos años Eugenio P. se subió a la fiebre consumista que la convertibilidad alentaba y se decidió a comprar el auto que tanto deseaba cuando visitaba las concesionarias Autolatina. Como no tenía el dinero para retirar el Sierra Ghia SX solicitó un crédito en la financiera Invercred, compañía controlada por la misma terminal. Durante más de un año fue pagando religiosamente las cuotas del préstamo hasta que explotó la burbuja, y sus ingresos ya no eran suficientes para cumplir con ese compromiso. Ahora el 13 de diciembre el martillero Hernán Miguens ofrecerá su auto por cuenta y orden de la financiera que reclamó la ejecución de la prenda. Este es uno de los cientos de casos que en los últimos meses están llenando las páginas de remates de *La Nación*. Fenómeno que, precipitado por la recesión, la pérdida del trabajo y la rebaja salarial, ha empezado a preocupar a los banqueros. Las entidades financieras tenían una cartera de créditos con problemas que totalizaba 16.078 millones de dólares en agosto. Esa pesada carga representaba nada menos que el 22,6 por ciento de los préstamos totales.

La cartera irregular de consumo (incluye préstamos personales y prendarios) y vivienda describió un salto de 393 millones de pesos respecto a julio, totalizando 7386 millones. El crecimiento de la morosidad ha registrado un brinco espectacular en doce meses: respecto a agosto del año pasado la incobrabilidad de esos préstamos trepó en 4065 millones, mientras que los irrecuperables subieron en 839 millones. El panorama es bastante más preocupante, según especialistas del sector, debido a que muchos bancos no están aplicando con rigurosidad las estrictas normas de calificación dispuestas por el Banco Central. Además, algunos bancos están realizando enjuagues contables para no castigar en exceso su cartera. Pese a ello, el efecto tequila dejó secuelas: desde el estallido de la crisis mexicana a fines del año pasado la cartera crediticia total (incluyendo la comercial) con problemas creció 2280 millones de dólares.

Los bancos oficiales concentraban el grueso de la mora, con préstamos de cumplimiento irregular por 10.700 millones. Los públicos nacionales (el Hipotecario y el Nación) totalizaron una cartera con dificultades de cobro por 3700 millones –el 30 por ciento de sus préstamos–, mientras que los provinciales y municipales reunían la friolera de una cartera anormal por 7000 millones –el 38 por ciento del total de sus créditos–. La banca cooperativa también ocupó un lugar destacado en el ranking de acumular incumplimientos: el 22 por ciento de su cartera está en mora. En tanto, la banca privada en su conjunto reunió en conjunto una mora del 8,9 por ciento, sobresaliendo la de la cartera de consumo que representaba el 14,2 por ciento del total (ver cuadros).

LA SOLVENCIA DEL SISTEMA

Calidad de la Cartera: Banca Privada

	Jun '93	Dic '94	Mayo '95	Ago '95
■ En millones $				
• Cartera total	26.843	42.460	41.678	38.576
• Cartera irregular	1.687	2.749	3.587	3.436
• Previsiones	742	1.486	1.942	1.742
• Patrimonio neto	5.046	6.548	7.049	6.868
■ En %				
• Irregular/total financ.	6,3	6,5	8,6	8,9
• Irreg. comerc./comercial	–	5,4	6,6	6,3
• Irreg. consumo/consumo	–	8,8	12,6	14,2
• Previsiones/irregular	47,0	54,1	54,1	50,7
• (Irreg. prev.)/Pat. neto	16,7	19,3	23,3	24,7

Por Tipo de Entidad (*)

	Jun '93	Dic '94	Mayo '95	Ago '95
■ Minoristas de Cap. Fed.	9,8	13,4	15,6	15,6
■ Mayoristas de Cap. Fed.	13,1	12,1	21,8	17,2
■ Privados del Interior	38,9	36,6	51,2	59,0
■ Cooperativos	17,0	27,2	42,4	49,1
■ Extranjeros	17,1	16,5	14,4	16,8
Total	16,7	19,3	23,3	24,7

(*) Indicador: Cartera irregular - Previsiones/Patrimonio neto
Fuente: ALPHA Estudio de Economía y Negocios, en base a datos del BCRA.

TASAS PARA MORIR

La crisis que se precipitó con el efecto tequila, que disminuyó abruptamente el ingreso disponible de particulares y empresas, explica en gran parte el importante crecimiento de los créditos con problemas. La recesión con la consiguiente caída de ventas afectó la capacidad de repago de muchas compañías. En tanto, la desocupación y las rebajas salariales conmovió las finanzas de los individuos que habían sacado un crédito para comprar el auto o la casa.

En ese escenario resulta lógico que surjan dificultades para pagar las cuotas de préstamos personales. En total, esos créditos sumaban 5267 millones en agosto. Las tasas que devengan esas operaciones son las más elevadas del mercado: por ejemplo, en abril la tasa variable en pesos –que se aplica a los saldos financiados con tarjetas– por créditos personales hasta 180 días alcanzó al 51,2 por ciento anual. Vale recordar que la tasa de inflación no superará el 2,5 por ciento anual en 1995. Como es de prever, esas elevadísimas tasas derivaron en una mora importante: de acuerdo a un estudio realizado por el Central, el sistema en su conjunto está cobrando menos intereses que los devengados, sobresaliendo los bancos públicos nacionales que recaudan sólo el 67 por ciento de los contabilizados.

De acuerdo a un informe elaborado por el Banco Central, el plazo promedio del sistema para los préstamos personales es de 145 días, el de los documentados a sola firma es de 72 días, el de los prendarios es de 504 días, y el de los hipotecarios es de 6 años y 9 meses.

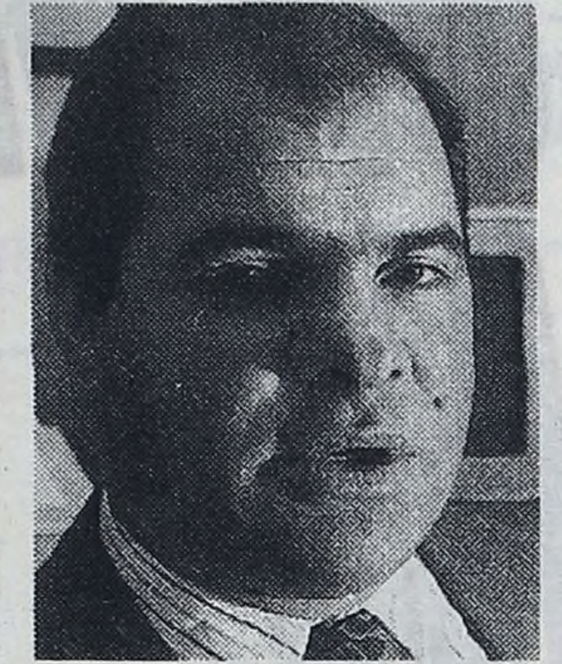
La transferencia de créditos atractivos realizada por los bancos necesitados de fondos durante los críticos meses de la huida de depósitos también colaboró a deteriorar la calidad de la cartera total del sistema. Esos préstamos con cumplimiento regular quedaron fuera del rubro créditos, ya que una parte fue registrada en garantías por los bancos que la absorbieron y otra pasó a integrar el activo del Banco Central –en respaldo de los redescuentos otorgados–. Por último, la entidad monetaria estableció criterios más estrictos para la calificación de los créditos, lo que en algunos casos significaron su degradación.

Esas nuevas pautas de calificación de deudores (flujo de fondos, capaci-

ENRIQUE LUIS FEULLASIER

Gerente del Area Corporativa y Mercados del Banco Quilmes

"La mora se ha estabilizado"



"El aumento de la mora se debió principalmente a la recesión que produjo el efecto tequila. El deterioro de las carteras en marzo y abril venía del año pasado, cuando ya en el último trimestre del año pasado se había detenido el boom de compras. Ahora la situación se agravó a partir del ajuste realizado por las empresas en el primer semestre. La desocupación y la caída de salario incrementó la morosidad en el rubro individuos a partir de la mitad del año."

–Se conocen estadísticas oficiales hasta agosto, ¿cómo siguió evolucionando la mora en los meses posteriores?

–Se ha estabilizado. En la actualidad resulta más fácil negociar con los clientes incumplidores debido a que manifiestan voluntad de pagar.

–¿En qué sector existen más problemas?

–En el de las pymes. Los bancos ven que aumentó el riesgo de esas empresas afectadas por la recesión, lo que prácticamente las ha dejado fuera del crédito en el sistema financiero. Los bancos son muy cuidadosos en los préstamos que otorgan a las pymes y han sido muy duros en la refinanciación.

–¿Esa dureza tiene su origen en las estrictas normas dispuestas por el Banco Central?

–Sí. Por ese motivo, los bancos tuvieron que aumentar las previsiones, lo que significó que algunos hayan reflejado en sus balances resultados negativos.

–¿Son suficientes las previsiones constituidas en el sistema?

–Sí. Además, las exigencias de capitales mínimos son elevadas: la regulación establece que el 11,5 por ciento de los activos deben ser igual al patrimonio, cuando el nivel internacional es del 7 al 8 por ciento.

–¿Se verificó también un aumento en la mora de los créditos hipotecarios?

–Lo último que deja de pagar la gente es ese crédito, ya que pierde la casa. De todos modos, hubo un aumento en la mora debido a los muchos despidos de empleados de salarios medios y altos.

DANIEL LLAMBIAS

Gerente de la División Mayorista del Banco Galicia

"Se están cobrando bien los créditos"

–¿Cómo explica el fuerte salto del índice de morosidad que pasó de 18,7 a 22,9 por ciento de diciembre a agosto?

–El proceso de aumento de la morosidad se acentuó con el efecto tequila, pero ese fenómeno no termina inmediatamente pese a que ahora la situación ha mejorado sensiblemente.

–Los datos del Banco Central no reflejan una mejora: la mora aumentó 400 millones de julio a agosto.

–La tendencia que se observa en el mercado es la de una sustancial mejora, por lo menos, en los bancos líderes. Lo que ocurre es que las entidades siguen aumentando sus previsiones y recalificando carteras. En estos meses ha disminuido la entrada de créditos que estaban en la categoría normal a la de problema. Este proceso aún no se refleja en las estadísticas por el aumento de las previsiones.

–Algunas entidades apelan a refinanciar créditos para eludir el castigo de créditos...

–Esa práctica la realizan banqueros que actúan de mala fe. Un banquero serio refinancia los planes de pago a clientes que perdieron su trabajo o a empresas que pasan por un circunstancial mal momento financiero. Pero esa refinanciación no es eterna. En general, se evalúa la buena voluntad de pago del deudor. Hay que tener en cuenta que la ejecución de una garantía tarda dos años.

–Pero en los últimos meses se publicaron cientos de avisos de remates de autos por ejecución de prenda.

–Eso es muy bueno. A principios de año la situación de las carteras era mala y se tuvo que empezar a ejecutar garantías, y a cumplir con las normas de calificación del Banco Central. Las ejecuciones permiten disminuir el quebranto de los bancos.

–No entiendo. Usted dice que el panorama es más alentador, pero crecen la morosidad y las ejecuciones...

–La mora va a seguir subiendo por el proceso de recalificación. Pero eso es historia. Lo relevante en la actualidad es que se están cobrando bien los créditos.

–¿Los deudores hipotecarios son más cumplidores?

–No. Se comportan como el resto.

dad de gerenciamiento, entre otros aspectos) ha significado un sinceramiento del mercado, que se tradujo en un incremento de la cartera anormal. Por lo tanto, los bancos han debido aumentar sus previsiones. Este proceso de mejorar la evaluación de los deudores ha sido impulsado por Roque Fernández, presidente del Banco Central, en el mismo momento en que la recesión empezó a pegar fuerte en las finanzas de las empresas. Entonces, un esquema que en teoría resulta muy atractivo para los técnicos de la entidad monetaria ha perjudicado a las pequeñas y medianas empresas que se han enfrentado a un estrangulamiento financiero y, por lo tanto, a una disminución en su calificación. Así muchas quedaron fuera del circuito crediticio pese a que son viables económicamente.

MAS VALE PREVENIR

La financiación con tarjetas de créditos también ha registrado una morosidad creciente en estos meses. La facturación total estimada para este año de las administradoras de tarjetas alcanzaría los 10.600 millones de pesos, 6 por ciento más que en 1994. El 45 por ciento se realizará en cuotas. En estos meses críticos, ante el aumento de la morosidad los bancos han disminuido el período de financiación de los saldos a pagar, mientras que se ha verificado un incremento en la utilización del pago mínimo por parte de los tenedores del dinero plástico. Ese financiamiento es contabilizado por los bancos en el rubro de créditos personales. Por ese motivo, ese segmento en pesos reúne la friolera de 2743 millones, cuando las ofertas de créditos son exclusivamente en dólares.

Para evitar dolores de cabeza, los bancos han constituido previsiones por la totalidad de sus préstamos por 6465 millones de dólares. Según un trabajo realizado por el Estudio ALPHA, la mitad de los créditos irregulares están previsionados en la banca privada. Uno de los indicadores relevantes que los analistas destacan para determinar cuál es la importancia del peso de la mora en el sistema es el de la cartera irregular menos previsiones y garantías sobre el patrimonio neto. En julio, si todos los bancos hubieran utilizado todo el dinero previsionadoy ejecutado los avales para recuperar malos créditos, todavía tendrían incumplimientos equivalentes al 15,4 por ciento de sus patrimonios, unos 2141 millones de dólares.

BAJA EL CREDITO Y SUBE LA MORA

-en millones-

	PRESTAMOS TOTALES	CARTERA IRREGULAR	(b)/(a)
	(a)	(b)	-en%-
Diciembre 1994	74.968	14.003	18,7
Enero 1995	74.323	14.608	19,7
Febrero	75.616	14.933	19,8
Marzo	74.944	15.941	21,3
Abril	76.236	16.346	21,4
Mayo	75.206	16.493	21,9
Junio	72.784	16.365	22,5
Julio	71.133	16.078	22,6
Agosto	71.117	16.283	22,9

FUENTE: Elaboración propia sobre la base de Estados Contables de Entidades Financieras del Banco Central.

HERNAN SANTOLALLA

Especialista en bancos de la calificadora de riesgo Risk Annalysis

"Los bancos fueron imprudentes"

–¿Por qué en el crecimiento de la morosidad de los préstamos en agosto se verificó un importante aumento en la cartera de consumo?

–El aumento de la mora en la cartera de consumo era previsible. Coincidió con la recesión, que afectó a las pymes y a los particulares. También ha sido consecuencia de la excesiva liberalidad que tuvieron los bancos en el otorgamiento de créditos en el '93 y en el '94. La explosión de la tasa de desocupación también explica el incremento de la morosidad.

–¿Cómo evolucionó en los meses siguientes?

–Hubo un salto importante en el crecimiento de la cartera irregular en marzo y abril. Ahora se ha estabilizado. La corrida de depósitos que obligó a los bancos a salir a recuperar préstamos les reveló las dificultades que tenían en sus carteras. Los sistema de control y de seguimiento de la mora eran totalmente deficientes. Recién ahora los bancos se empezaron a preocupar por tener buenos sistemas de cobranza y de evolución de la mora. No creo que la cartera irregular siga creciendo explosivamente.

–¿Los bancos fueron imprudentes?

–Sí. En un escenario de expansión del consumo como el registrado en el período '91-'94 era muy tentador ampliar la cartera de consumo. Vale recordar que incobrabilidad era baja en el '93. El efecto tequila cambió el panorama. Ahora todos están siendo más cuidadosos.

–¿Cómo se refleja esa mayor cautela?

–En la mayores exigencias que solicitan antes de otorgar un crédito. Y sobretodo en el reforzamiento de los sistemas de control

–¿La extensión de la recesión pone en riesgo al sistema debido al deterioro creciente que ello significara para las carteras?

–La mora ya no es un problema tan grave porque las normas de regulación del Banco Central en materia de previsiones son muy estrictas. Los bancos se vieron obligados a elevar los montos de sus previsiones. Además, se blanqueó una porción significativa de la cartera que antes no estaba calificada como irregular. Entonces, la cartera irregular no previsionada potencial sobre el patrimonio es bastante menor a la de hace un año.

DEFICIT

LAS JOYAS SIEMPRE A MANO

Para el autor, el programa financiero de 1996 se podrá cerrar sólo con los ingresos de capital por privatizaciones. Pero aconseja que el Gobierno debería generar señales para asegurar la solvencia de las cuentas públicas.

*(Por Nicolás Dujovne *)* La situación fiscal del sector público no financiero (SPNF) ha estado en el centro del debate en los últimos meses. Ya en el segundo semestre de 1994 la súbita aparición de deudas devengadas con el sector pasivo revirtió el superávit que el SPNF exhibía desde la segunda mitad de 1991. Otros dos factores se sumaron para terminar de complicar el panorama del lado de los ingresos. Por un lado, la implementación de la reforma previsional generó un problema transitorio en los ingresos, y por el otro, el paulatino crecimiento de las exportaciones que comenzó a acelerarse hacia el segundo semestre de este año determinó un incremento en los pagos de subsidios a la exportación a la vez que se verificaba una disminución en la tasa de crecimiento en el consumo doméstico. Estos dos fenómenos terminaron por configurar el abandono del "equilibrio cómodo" que habían exhibido las cuentas públicas entre la segunda mitad de 1991 y la primera parte de 1994.

A partir de la crisis financiera provocada luego de la devaluación mexicana, los problemas del lado de los ingresos se vieron agravados. A la fuerte caída en la demanda agregada verificada en los primeros tres trimestres, se le agregaron serios problemas de financiamiento de los diversos agentes económicos. De esta forma, la recaudación de los últimos meses se redujo a niveles similares a los de 1992 cuando se comparan las cifras ajustadas por el incremento de los precios combinados.

Desde la década del 70, cuando las expectativas racionales y la equivalencia ricardiana comenzaron a formar parte del herramental habitual del análisis económico, se cuestionó severamente la posibilidad que tienen las autoridades públicas de alterar sistemáticamente la conducta del sector privado mediante la política fiscal o monetaria. Si los agentes percibieran que el Gobierno no está ajustando lo suficientemente su gasto público presente ante la caída de los ingresos, y compensa ese faltante colocando deuda en el mercado internacional, los privados no se "gastarán" ese distinto nivel de ingreso disponible, ya que ahorrarán para hacer frente al futuro superávit que esperan que el Gobierno haga para recuperar la deuda que ha colocado.

Dichas premisas podrían analizarse en una economía en la que el acceso del sector público a los mercados de deuda voluntaria es fácil y el stock de deuda acumulado hasta ese momento es manejable. Cuando el sector privado evalúa que el Gobierno puede encontrarse con límites concretos a dicho acceso, puede reaccionar de diversas formas. En una economía en la que el sector público tiene acceso a la creación de dinero como forma de financiamiento de su deuda, el resultado puede ser una aceleración de la inflación que se anticipe a la utilización del Gobierno de dicho instrumento. En la Argentina, dado que la Ley de Convertibilidad veda casi totalmente dicha posibilidad, la reacción se canalizaría en una desvalorización del precio de los activos del Gobierno, anticipándose a un incremento en la posibilidad (aunque la misma sea acotada) de no pago de la deuda, y una consiguiente elevación de la prima de riesgo país.

> **"Es de destacar que entre diciembre de 1993 y setiembre de 1995 la deuda pública total ha crecido en una magnitud importante."**

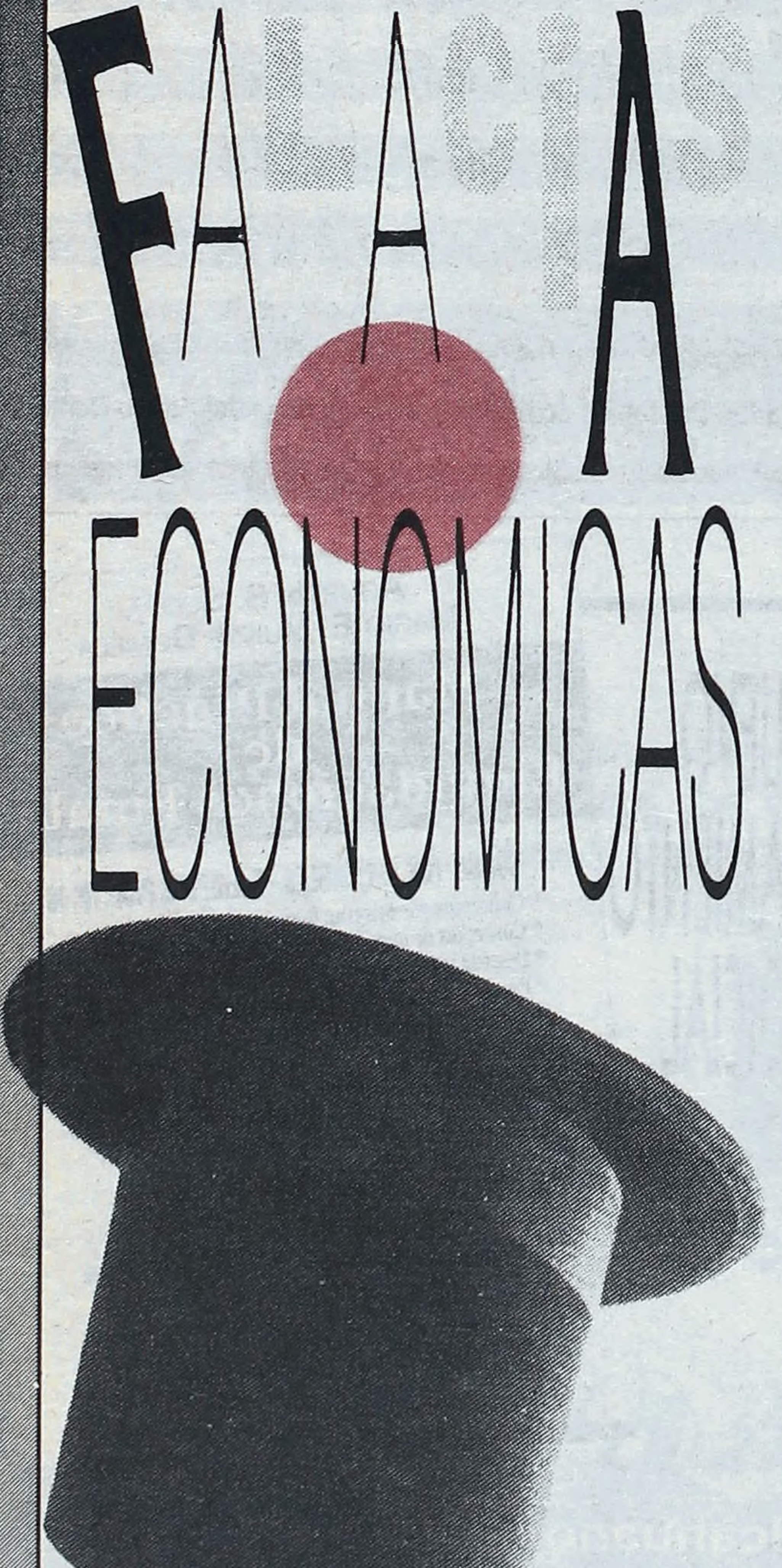
Ese podría ser el caso observado en los últimos meses en la economía local, en la que a medida que la caída en los ingresos comenzó a percibirse como menos transitoria que lo previsto con anterioridad y al observar el importante incremento del endeudamiento del Gobierno, se elevó considerablemente la prima exigida a los títulos de la deuda pública. Es de destacar que entre diciembre de 1993 y setiembre de 1995 la deuda pública instrumentada total ha crecido en una magnitud importante bajo tres vías fundamentales: préstamos de organismos internacionales en 1995, cancelación de deudas con provincias en 1994 y colocaciones de bonos en los mercados internacionales que progresivamente se realizan a una mayor tasa al computar el menor plazo de amortización al que se realizan.

Seguramente, las privatizaciones ocuparán un lugar importante en el programa financiero de 1996. Haciendo un repaso de los últimos años, puede apreciarse que entre 1991 y el tercer trimestre de 1995 el sector público no financiero recibió U$S 4800m en efectivo en concepto de ingresos de capital. Evidentemente dichos fondos, sin ser el factor fundamental, colaboraron en la reversión del déficit observado en las cuentas públicas en los primeros años de la convertibilidad. En 1996, cuando el Gobierno debe remontar el resultado negativo ante las privatizaciones de $ 2500m de 1995, y teniendo en cuenta además la pérdida de ingresos que provocará la baja de aportes patronales, los ingresos de capital por privatizaciones estarán llamados a constituirse en un factor determinante a la hora de cerrar el programa financiero anual. Máxime teniendo en cuenta que el mercado valora en forma diferenciada los ingresos de capital por privatizaciones –que son asociados a reformas estructurales– de los obtenidos mediante la colocación de deuda, aun cuando las variaciones patrimoniales que ambas operaciones efectúan sobre el Estado sean similares.

Pero, además, el Gobierno debería continuar generando señales que tiendan a asegurar un cambio en la tendencia observada en la solvencia de las cuentas públicas sobre bases más duraderas. Algunas de esas señales mencionadas ya han comenzado a generarse. El anuncio de medidas fiscales que tendrán poco impacto en el corto plazo en términos de la reducción del déficit, pero que serán importantes en la reestructuración estatal de mediano y largo plazo, han sido fundamentales en términos de expectativas para aprovechar un favorable contexto internacional, situación a la que colabora el impacto de un buen resultado de la moratoria y la exitosa privatización de PBB e Indupa.

Sin embargo, hay que considerar algunos puntos que conviene tener en cuenta para poner en perspectiva la temperatura optimista que se ha instalado en las últimas dos semanas. Es probable que el mercado esté anticipando una pronta recuperación del nivel de actividad y su consiguiente impacto sobre la recaudación, y que dicha expectativa pueda frustrarse porque la transmisión de los efectos de la mayor certidumbre y del efecto riqueza que se arbitra desde el mercado de capitales al resto de los activos de la economía puede ser lento. Por el contrario, si dicha frustración no se produce, es dable esperar una mayor velocidad en la salida de la recesión provocada por la recuperación de la certidumbre.

**Economista de Macroeconómica.*



Por Jorge Schvarzer

EL JARRON ROTO

Fabricar un jarrón de porcelana, bien decorado, es una labor delicada y difícil. Los artesanos que se dedican a ello deben tener varias habilidades personales y gran paciencia para lograr el objetivo. A la inversa, romperlo es muy fácil y no requiere ningún conocimiento. Basta con dejarlo caer desde una mesa para que se destruya en mil pedazos.

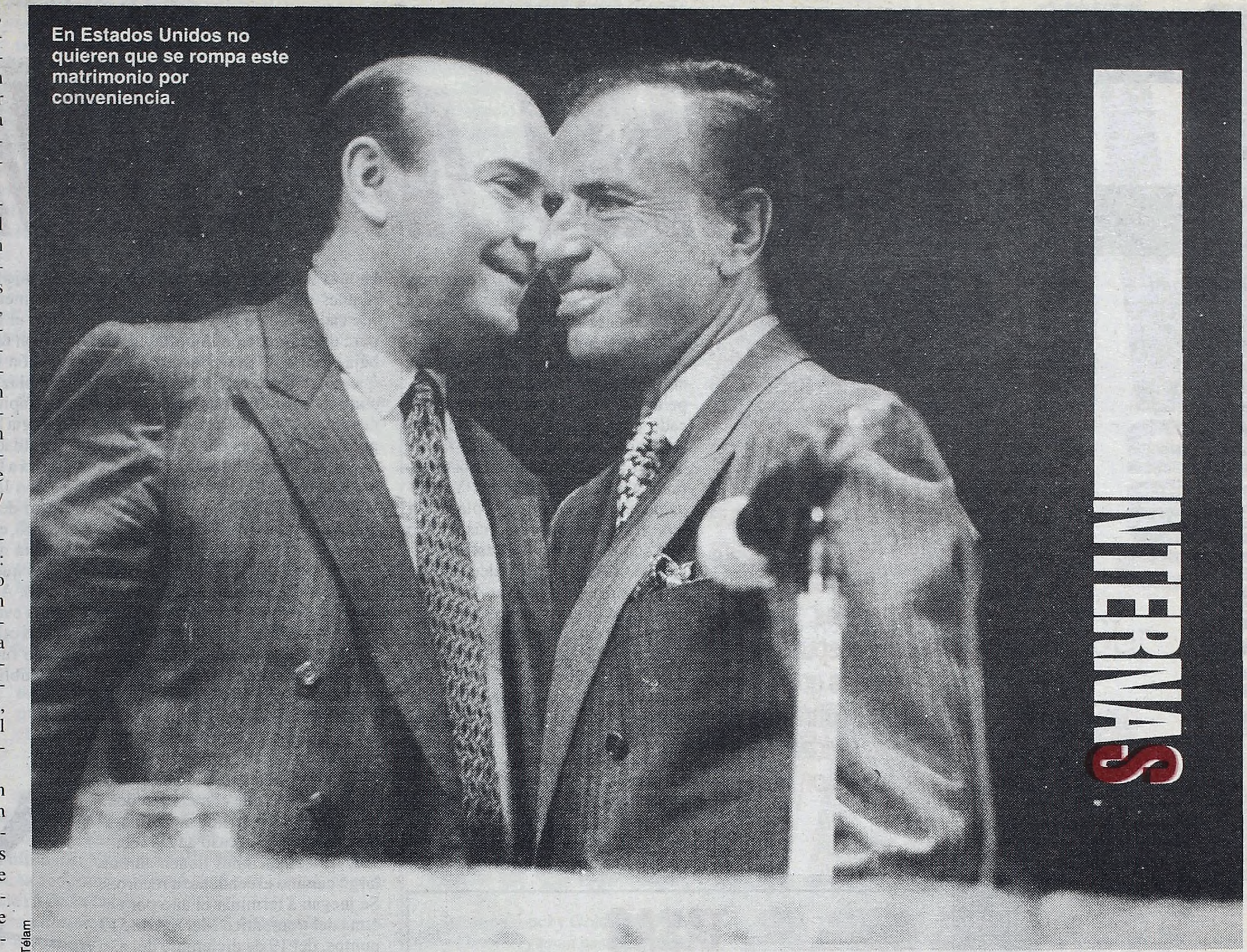
Romper es más simple que arreglar. La recomposición de esos jarrones una vez partidos en pedazos es compleja cuando no imposible. El jarrón ya no puede quedar como nuevo.

Algo semejante ocurre con la industria. Poner en marcha una fábrica implica mucho más que acumular máquinas en un galpón; esa tarea exige formar una organización, capacitar el personal, seguir una senda de aprendizaje (productivo y organizativo) hasta que el sistema se consolida. El aprendizaje de la organización productiva es uno de los fenómenos más importantes de la industria moderna y su aplicación efectiva es uno de los ejes de trabajo de numerosos consultores de empresas que se ganan la vida explicando los requisitos necesarios.

A la inversa, destrozar una industria es fácil. Basta con abrir la economía a la competencia de oferentes poco escrupulosos o basados en ventajas propias (sean subsidios de sus estados o salarios a niveles muy bajos gracias a un tipo de cambio exageradamente alto, como en China). En esas condiciones, la fábrica local se ve obligada a cerrar y sus partes se desmembran, igual que el jarrón que cae al suelo.

Las industrias que cierran ya no pueden ser abiertas nuevamente. El personal se dispersa, el conocimiento organizativo (y la misma confianza entre la gente) se pierde, las máquinas se arruinan por falta de mantenimiento y se quiebran las relaciones en el mercado de proveedores y oferentes. Los avisos de remates en los diarios muestran que esas plantas cerradas se venden para depósitos o supermercados, mientras las máquinas se liquidan.

El huracán actual no mejora la industria. La destruye arrancándola de raíz. Recomponer sus pedazos y ponerla en pie va a llevar mucho más trabajo del que suponen sus responsables.



En Estados Unidos no quieren que se rompa este matrimonio por conveniencia.

Télam

*(Por Eugenio Díaz Bonilla *, desde Washington D.C.)* Para en-nder cómo se percibe afuera la posi-lidad de un gobierno de Menem sin avallo, primero hay que comprender s apoyos del ministro de Economía el exterior. Estos son, simplemen-, de tres tipos: el financiero, el eco-ómico y el político.

El más obvio de explicar es el apo-de los centros financieros. En Wall treet su reemplazo es visto como un nock negativo a los instrumentos fi-ancieros de los llamados "mercados mergentes". Si bien no parece haber, omo en los ochenta, entidades finan-eras que puedan ser puestas en pe-gro económico serio por caídas adi-onales en estos mercados, nadie en Vall Street quiere que a las dificulta-es de Japón, a las turbulencias en rancia y a las incertidumbres del pro-eso presupuestario de los EE.UU. se men más problemas en México y rgentina.

Para los "traders" directos y sus je-s, la situación es aún más concreta: uchos de ellos no tendrían trabajo l menos no en la forma actual) sin s mercados emergentes; los merca-os emergentes no existirían sin la mercadería" adecuada, que, en el ca-de la Argentina, va desde las ac-ones de YPF hasta los bonos Brady, la existencia y mantenimiento del alor de esa "mercadería" los ven aso-ados a Cavallo.

Además un tema de preocupación la posibilidad de una devaluación n la turbulencia de un posible cam-o del ministro de Economía. Esas ansiciones en la Argentina siempre ieron convulsivas y los mercados tie-en fijado lo que pasó cuando se fue edro Aspe en México. Aún más, mu-

Por qué Estados Unidos apoya a Domingo Cavallo

EL AUDITOR EXTERNO

nos no se olvidan de que el gobier-o de Menem compartió un episodio iperinflacionario con Alfonsín en 989, que luego tuvo uno propio a rincipios de 1990 y pasó por otro pi-o de inflación elevada a comienzos e 1991. En ese período, el tipo de ambio se devaluó más de un 2000%. n la percepción de los mercados, la tuación recién se encaminó a partir el Plan de Convertibilidad en 1991, uando, coincidentemente, los capi-ales retornaron a la región.

Obviamente la preocupación por la stabilidad de la moneda va más allá e Wall Street y sus temores sobre las nversiones en acciones y bonos ar-entinos, e incluye desde la clase me-ia (y no tan media) de nuestro país ndeudada en dólares hasta las em-resas privatizadas y los bancos, los ue en la Argentina pueden sufrir que-rantos importantes si tiene lugar una evaluación.

El segundo apoyo son las institu-iones financieras multilaterales (co-no el FMI, el Banco Mundial y el ID) y la Tesorería y otras agencias conómicas de los EE.UU. (y de otros aíses desarrollados), que ha sido tan nportante en la actual crisis.

Concretamente, tiene que ver con a percepción de Cavallo como "la" ersona, dentro del gobierno de Me-em, en la que se puede confiar para jecutar las políticas económicas del amado "consenso de Washington".

Cuando en 1991 los capitales re-resaron a América latina y la región io un vuelco importante en su situa-ión económica, la mayoría de los ac-ores económicos y financieros adop-aron la perspectiva de que la mejora conómica se debía a las políticas im-lementadas y no a las condiciones

El economista del senador Octavio Bordón señala que los apoyos del ministro en el exterior son de tres tipos: financiero, económico y político. Cavallo es percibido en Washington como el hombre de confianza para el control de los hechos de corrupción. Por otra parte, en Wall Street respaldan a Cavallo porque tienen miedo –con el antecedente mexicano– de que un cambio de ministro derive en una devaluación.

externas favorables:

–Para los funcionarios del Banco Mundial, del FMI y de la Tesorería de los EE.UU. era una reivindicación de sus recomendaciones de política eco-nómica.

–Para los operadores de Wall Stre-et en mercados emergentes también era importante que el auge de esos pa-íses apareciera anclado en las mejo-res políticas económicas que estaban aplicando, y no en factores externos pasajeros (como el que la Fed bajara la tasa de interés); si se trataba de una bonanza circunstancial, sus trabajos en las oficinas de mercados emergen-tes también eran temporarios.

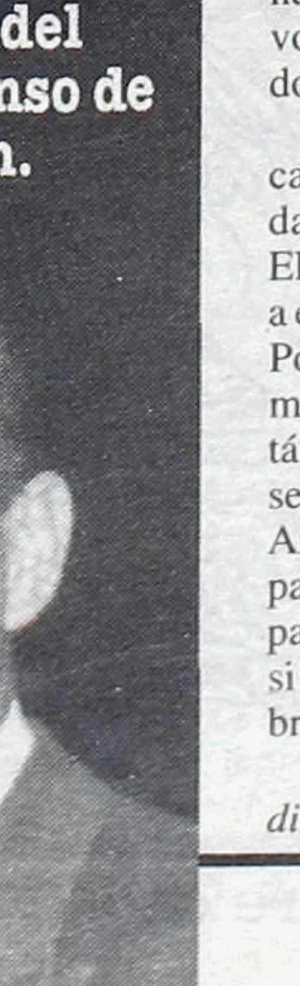
–Y para los gobiernos en América latina que estaban disfrutando de las ventajas políticas del auge económi-co, era obvio que preferían la inter-pretación de que este último se debía a su sabio manejo de la economía. Es-ta actitud fue particularmente acen-tuada en el caso de la Argentina.

No obstante esta convergencia de opiniones oficiales, se levantaron al-gunas voces que encendieron luces amarillas de precaución sobre la natu-raleza de la casualidad entre condicio-nes externas, políticas externas, flujos de capital y bonanza económica. Pe-ro esa discusión fue saldada en un in-forme del FMI en 1993 (Occasional Paper 108 "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows") que con-cluyó "que los desarrollos en tasas de interés y crecimiento externos, aun-que importantes, no pueden ser vistas como las causas dominantes de los flu-jos..." (p. 5). Por tanto, si la entrada de capitales y la bonanza económica ha-bía estado asociada a las mejores po-líticas seguidas por nuestros países (que eran las sugeridas por el "consen-so de Washington"), cualquier proble-ma, para esta visión, debía tener otras razones: en México fue la mala "im-plementación" de la devaluación, y en la Argentina, fue el impacto externo de México.

Argentina aparecía como el alum-no aplicado que había hecho los de-beres. Dejarlo caer era también reco-nocer que algo andaba mal con las prescripciones de política económica sugeridas por el "consenso de Wa-shington" y que fueron seguidas por nuestro país. No obstante, las dudas que de hecho existen en algunos sec-tores de la "inteligencia económica" de Washington sobre la implementa-ción de dichas políticas en la Argen-tina, las mismas desaparecen cuando el debate parece polarizarse entre lo que el Ministerio de Economía está haciendo (aun con posibles errores) y las voces que se oponen al descontrol monetario y fiscal como manera de resolver los serios problemas de la economía argentina.

Finalmente, los apoyos financieros y económicos no completan todos los puntos de sostén de Cavallo en el ex-terior, particularmente los EE.UU.

"Cavallo es (para el Banco Mundial y el Fondo Monetario) la persona dentro del gobierno de Menem en que pueden confiar para ejecutar las pol ticas econ micas del llamado Consenso de Washington.



También hay aspectos políticos que tienen, al menos, dos componentes.

El primero es un tema delicado que no va a ser reconocido pública u ofi-cialmente en Washington, pero que está presente: la percepción de Cava-llo como el "auditor externo" para el control (o al menos la moderación) de los hechos de corrupción en la admi-nistración pública. Sus antecedentes más conocidos fueron el Swiftgate, tiempo atrás, y la batalla por el tema del correo, más recientemente. En su forma más extrema, cuando el minis-tro insinúa temas que levantan el fan-tasma del lavado de dólares o de me-canismos logísticos de distribución de drogas, hay oídos en Washington que escuchan atentamente. Y para aque-llos que oyen (que obviamente pien-san que estos temas hacen a la segu-ridad nacional de los EE.UU.), un cambio dentro de ese marco es algo serio. El segundo aspecto es que los EE.UU. ya están en la campaña pre-sidencial para noviembre de 1996. El gobierno de Clinton no quiere ningu-na sorpresa que pueda poner de nue-vo el tema de México o de los merca-dos emergentes en el tapete.

Además, ahora, en medio de la campaña presidencial, las probabili-dades de que el gobierno de los EE.UU. pueda intervenir para ayudar a establecer esos mercados son nulas. Por todo ello, la administración de-mócrata y el Congreso republicano es-tán interesados en que México pueda seguir pagando sus deudas y que la Argentina no entre en uno de los es-pasmos políticos que ven aquí como parte de nuestro ser nacional. O que, si esto pasa, no sea antes de noviem-bre de 1996.

** Economista de la Fundación Andina y del senador Octavio Bordón.*

El Buen Inversor

TODAVIA NO TERMINO

La fiesta bursátil sigue alegrando los espíritus de los operadores. Con algunas ruedas de descanso, los papeles continúan ganando terreno. La mayoría de los financistas piensa que todavía hay margen para el avance de las cotizaciones. De todos modos, después de los fuertes golpes que recibieron durante este año, no se olvidan de que las subas no son eternas.

(Por Alfredo Zaiat) Pese al espectacular crecimiento de las cotizaciones en la segunda quincena de noviembre, algunos *peso pesados* del recinto no están convencidos de la continuidad de esa recuperación. Estuvieron fuera del mercado cuando los papeles iniciaron su avance arrollador y, ante la explosiva suba, decidieron apostar tímidamente algunas fichas. Y rápidamente se retiraron de la plaza con una utilidad menor. Precisamente este comportamiento de esos financistas es lo que está fortaleciendo la actual corriente positiva. A medida que las acciones y bonos sigan ganando terreno, aquellos que están viendo desde la tribuna el desarrollo del mercado empezarán a impacientarse. Se sabe que la codicia es indispensable para animar burbujas especulativas.

Este escenario adelanta, por lo tanto, una semana más de fiesta. Con serruchos en las cotizaciones, la tendencia sigue siendo positiva. Es cierto, de todos modos, que las acciones y bonos ya registraron la suba más fuerte, y que ahora las diferencias serán más acotadas. Pero el mercado todavía no está preparado para una corrección importante a la baja. Ciertos financistas apuntan a que el techo de este repunte se encontrará cuando el índice de acciones líderes MerVal alcance los 500 puntos (el viernes cerró a 467,92), el Bocon I en dólares se acerque a una paridad de 95 (terminó a 89,50) y el Brady FRB amague quebrar los 70 dólares (su última cotización fue 65,875).

Vale prevenir que cuando la mayoría de los operadores coincide en valores máximos difícilmente éstos se cumplan. Antes de que las cotizaciones toquen esos niveles, las ventas intensas de papeles se han de imponer en el recinto y esas metas sólo han de quedar como la referencia que alertaba sobre el momento de dar el paso al costado.

Un grupo más reducido de operadores sostiene que el mercado tiene una fuerza más potente de la imaginada. Y que, en el caso de las acciones, las cotizaciones tienen aún un largo camino ascendente a recorrer. Se juegan a terminar el año por encima del traumático MerVal de 519 puntos, del 19 de diciembre del año pasado, cuando se precipitó el efecto Tequila.

El baño de optimismo que cubrió a los operadores, además de las señales de paz política emitidas desde la Casa Rosada, está respaldado por el extraordinario panorama financiero internacional. La tasa de interés de largo plazo está bajando a ritmo acelerado, y ya se ubica en el 6,10 por ciento anual. Y esa variable, más que los récords sucesivos del Dow Jones (índice de las principales acciones de Wall Street), es la que definirá el regreso de un flujo vigoroso de capitales hacia los mercados emergentes, entre ellos el argentino.

Con tasas bajas, los fondos de inversión del exterior saldrán a buscar plazas exóticas para valorizar sus capitales especulativos. Esa estrategia beneficiará obviamente a la actividad bursátil, al tiempo que permitirá a Domingo Cavallo ilusionarse con la reedición del círculo virtuoso de la convertibilidad. Por lo pronto, el éxito impensado de la moratoria despejó los nubarrones fiscales que preocupaban a los financistas. Ahora éstos no tienen miedo a una eventual cesación de pagos, y ése es otro motivo para seguir apostando fuerte en el mercado de títulos públicos.



TASAS

	VIERNES 24/11 en $	VIERNES 24/11 en u$s	VIERNES 1°/12 en $	VIERNES 1°/12 en u$s
	% anual		% anual	
Plazo Fijo a 30 días	8,8	7,2	8,9	7,3
a 60 días	10,7	8,3	10,5	8,3
Caja de Ahorro	3,5	2,6	3,5	2,6
Call Money	6,5	5,5	7,5	6,5

NOTA: Todos los valores son promedios de mercado y para los plazos fijos se toma la tasa que reciben los pequeños y medianos ahorristas.

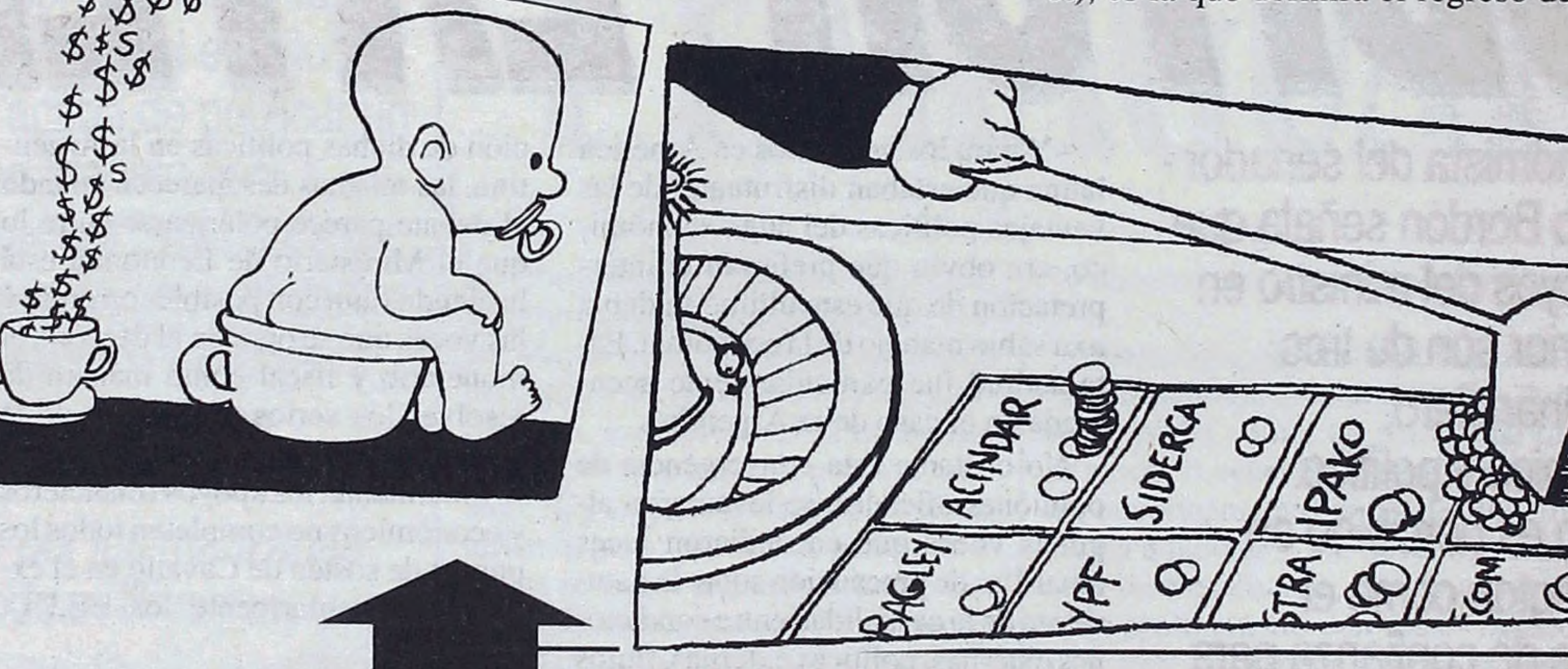
INFLACION

(en porcentaje)

Noviembre	0,2
Diciembre	0,2
Enero 1995	1,2
Febrero	0,0
Marzo	-0,4
Abril	0,5
Mayo	0,0
Junio	-0,2
Julio	0,5
Agosto	-0,2
Setiembre	0,2
Octubre	0,3
Noviembre (*)	0,0

(*) Estimada

Inflación acumulada noviembre de 1994 a octubre de 1995: 2,2%.



LOS PESOS Y LAS RESERVAS DE LA ECONOMIA

(en millones)

	en $
Cir. monet. al 29/11	10.839
Depósitos al 28/11	
Cuenta Corriente	3.209
Caja de Ahorro	2.734
Plazo Fijo	4.661
	en u$s
Reservas al 29/11	
Oro y dólares	12.221
Títulos Públicos	2.468

Nota: La circulación monetaria es el dinero que está en poder del público y en los bancos. Los montos de los depósitos son una muestra realizada por el BCRA. Las reservas están contabilizadas a valor de mercado.

ACCIONES

	PRECIO (en pesos) Viernes 24/11	Viernes 1°/12	VARIACION (en porcentaje) Semanal	Mensual	Anual
Acindar	0,61	0,62	1,6	-0,8	-30,7
Alpargatas	0,42	0,41	-2,4	-3,5	-40,6
Astra	1,66	1,69	1,8	-0,6	4,9
Atanor	1,95	2,03	4,1	-2,4	23,0
Celulosa	0,342	0,348	1,8	-3,9	3,8
Ciadea (Ex Renault)	3,95	4,25	7,6	-1,2	-35,2
Comercial del Plata	2,24	2,42	8,0	-0,4	-5,1
Siderca	0,785	0,835	6,4	-0,8	17,3
Banco Francés	8,60	8,70	1,2	0,0	34,4
Banco Galicia	4,75	5,00	5,3	1,0	49,6
Indupa	0,568	0,598	5,3	-2,0	8,7
Ipako	3,75	3,82	1,9	-5,0	-6,1
Irsa	2,11	2,15	6,4	0,0	-18,3
Molinos	7,45	7,80	4,7	0,7	42,2
Pérez Companc	4,70	4,84	3,0	-0,2	38,6
Telefónica	2,41	2,47	2,5	-0,8	-2,1
Telecom	4,22	4,41	4,5	-1,3	-10,0
T. de Gas del Sur	2,18	2,18	0,0	0,9	28,0
YPF	19,10	19,45	1,8	0,0	-4,3
Central Puerto	3,33	3,45	3,6	-0,6	-25,6
INDICE MERVAL	452,47	467,92	3,4	-0,9	1,6
PROMEDIO BURSATIL	–	–	**2,8**	**-0,5**	**-5,5**

DOLAR

(cotización en casas de cambio)

Viernes ant.	1,0015
Lunes	1,0015
Martes	1,0015
Miércoles	1,0015
Jueves	1,0015
Viernes	1,0015
Variación en %	–



–¿Qué está pasando en el mercado?

–Básicamente, lo que se está registrando en el mercado es la presencia de un importante ingreso de capitales del exterior. El regreso de los fondos es cauteloso porque los brokers estadounidenses están terminando el año, en el cual han contabilizado abultadas ganancias. Pero sí creo que el regreso de esos capitales va a dinamizar los negocios. La Bolsa está registrando un volumen de operaciones de 27 millones de pesos diarios, cuando hace poco no superaba los 7 millones. Ese incremento de la actividad no se explica solamente por la presencia de inversores locales e institucionales, como las AFJP. A todo eso, hay que sumarle el descenso de la tasa de interés en Estados Unidos y en Europa. Por otro lado, a nivel local bajaron los decibeles de los ruidos políticos, se registró un resultado espectacular en la moratoria, Cavallo insiste con que el país crecerá al 5 por ciento y el índice de inflación sigue muy bajo. Además, se adelanta una disminución de la tasa de desocupación y una inminente reactivación económica. Todo esto hizo subir al mercado en los últimos veinte días.

ME JUEGO

MARCELO PIERRI
Gerente de Inversiones de CONSOLIDAR AFJP

–¿Cuál es la perspectiva para 1996?

–La tendencia positiva continuará durante ese año. Si la tasa de interés internacional sigue bajando y el Congreso le otorga facultades extraordinarias al Ejecutivo para manejar la crisis, el panorama es alentador. Así, los inversores del exterior volverán a tener confianza en el Menem que privatizó YPF en tres meses. Con las últimas medidas, Menem ha retomado el protagonismo en la conducción del país. Estoy seguro de que 1996 será un año de grandes ganancias para los títulos públicos y acciones, obviamente con serruchos en las cotizaciones.

–¿Se está saliendo de la recesión?

–Sí. Vamos en un buen camino. Con el ingreso de capitales del exterior se agilizará la entrega de créditos, al tiempo que los consumidores estarán alentados a endeudarse para la compra de bienes inmobiliarios. Vamos a salir de la recesión. No sé si en 1996 la economía crecerá un 5 por ciento, pero sí que se saldrá de la crisis.

–Con ese panorama, ¿cómo están diseñando su portafolio de inversión?

–Estamos comprando bonos más largos en pesos, no sólo en dólares. También estamos alargando nuestras colocaciones en tasas de interés y comprando Obligaciones Negociables de largo plazo. Al tiempo que estamos aumentando nuestra participación en acciones. Durante este año las AFJP tuvieron escasa participación en la Bolsa: el sistema, en promedio, destinó el 4 por ciento de sus fondos a comprar acciones. Creo que en 1996 ese porcentaje por lo menos se duplicará.

–¿Qué papeles le gustan?

–Telefónica, Telecom, Pérez Companc e YPF. También me gustan las automotrices, pero con esos papeles sería cuidadoso. Las acciones de los sectores químicos y de la construcción deberían subir si se reactiva la economía.



TITULOS PUBLICOS

	PRECIO		VARIACION (en porcentaje)		
	Viernes 24/11	Viernes 1°/12	Semanal	Mensual	Anual
Bocon I en pesos	74,00	74,25	0,3	0,0	36,2
Bocon I en dólares	87,50	89,50	2,3	0,6	18,5
Bocon II en pesos	48,75	50,00	2,6	1,0	29,0
Bocon II en dólares	66,00	68,50	3,8	0,4	12,3
Bónex en dólares					
Serie 1987	98,00	98,00	0,0	0,0	7,4
Serie 1989	92,30	93,00	0,8	0,0	7,0
Brady en dólares					
Descuento	59,625	61,500	3,1	2,1	-0,2
Par	50,750	53,000	4,4	1,4	24,0
FRB	64,250	65,875	2,5	1,7	3,9

Los precios son por la lámina al 100 por ciento de su valor sin descontar las amortizaciones y rentas devengadas.



El gobierno coreano busca recortarles las alas a los grandes conglomerados generados en el proceso de explosivo crecimiento de las últimas décadas. Las sospechas de haberse involucrado en hechos de corrupción oficial y la excesiva concentración de poder han deteriorado su imagen pública. La acelerada expansión mundial dejó de ser un mérito frente a la sociedad.

Empresas líderes en Corea del Sur

GIGANTES BAJO CONTROL

(Por Raúl Dellatorre) ¿Se trata de medidas anticuadas, a contramano de los tiempos que corren, o por el contrario significan ponerse un paso adelante de la globalización? Más allá del juicio que merezca, Corea del Sur, el exitoso modelo de desarrollo industrial que orgullosamente se exhibió en el mundo, hoy les impone restricciones a los principales conglomerados (*chaebols*) que se formaron como el motor de una agresiva política de crecimiento.

Pese a haber sido los grandes protagonistas del extraordinario crecimiento económico de las últimas décadas, los líderes de los más importantes holdings de Corea del Sur han caído en la consideración de la opinión pública. No sólo porque el poder acumulado por los *chaebols* es mal visto en general, sino porque además los ha salpicado la investigación sobre maniobras en el manejo del equivalente a 650 millones de dólares de fondos públicos por parte del ex presidente Roh Tae Woo (1988/93). Los principales ejecutivos de Samsung, Lucky Goldstar, Hyundai y Daewoo ya han pasado o deberán pasar por el banquillo de acusados para demostrar que no han hecho su "contribución", a cambio de favores oficiales, al fondo de dineros sucios que el ex mandatario admitió haber manejado.

El actual gobierno surcoreano renovó, a partir de estos acontecimientos, el intento por recortarles las alas a los grandes conglomerados. La intención oficial es obligarlos a concentrarse en sus principales actividades, a través de medidas tales como el requisito de autorización oficial previa al ingreso en cualquier nueva actividad, y recomendaciones de desprenderse de sus empresas subsidiarias menos representativas. Además, busca debilitar los acuerdos de posesión cruzada dentro de los grupos, con el propósito explícito de reducir su dominio de la economía coreana. Para ello, se exigirá a los empresas –que no coticen en Bolsa– que quieran acceder a créditos oficiales la difusión de los dueños de sus acciones y cumplir ciertos requisitos que demuestren su buena salud financiera.

La idea del gobierno es apuntar a un mayor crecimiento de la pequeña y mediana empresa, lo cual no será el resultado de la tendencia natural del mercado. Como ocurrió en los orígenes del proceso de expansión coreana –en la década del 60, bajo el mando autoritario de Park Chung Hee–, el Estado volverá a ser el que elija las áreas en el que se desenvolverán los nuevos emprendimientos, que involucraría de 200 a 300 pequeños grupos de gran potencial exportador en sectores que respondan a conveniencias estratégicas, y que permitan desarrollar tecnologías de punta y calidad de los recursos humanos.

Los *chaebols* han expresado de diferentes formas su desacuerdo con el acotamiento de sus márgenes de maniobra. Desde los cuestionamientos a la política del gobierno por "anticuada" (Federación de Industrias Coreanas), hasta el intento promovido por uno de los patriarcas coreanos, Chung JuYung, fundador de Hyundai, quien a los 78 años se presentó como candidato presidencial en las elecciones ganadas por Kim Young Sam. Luego del frustrado intento, debió optar por retirarse.

Tomados en conjunto, los cuatro principales grupos surcoreanos representan el 60% de las exportaciones totales del país, pero apenas ocupan al 3% de su mano de obra. Se presume que las familias que dieron origen a los treinta mayores grupos que hoy operan en el país sudasiático aún conservan la propiedad de por lo menos el 60% de esas firmas. La concentración de poder de mercado que representan es vista como una "perturbación económica".

Las demandas sociales reclaman mayor atención a un desarrollo más equilibrado entre lo económico y lo social. La expansión de los grandes conglomerados es vista como contraproducente con esos objetivos, además de suponer un alto riesgo por los elevados niveles de endeudamiento que la estrategia trae aparejada. La reorganización encarada por el gobierno de Kim –que asumió con las banderas de desregular la economía y terminar con la corrupción– abarca, centralmente, a la actividad de los grandes grupos locales. Una política, es cierto, a contramano de las ideas dominantes, pero también una prevención frente a las probables consecuencias nefastas de un crecimiento acelerado pero sin control.


Presidente de Corea del Sur, Kim Young Sam.

PERIPLO

CERVEZA. De los diez países con mayor consumo per cápita en 1994, ocho son europeos. Sólo Australia y Estados Unidos lograron colarse en el octavo y noveno lugar, respectivamente. La República Checa encabeza el ranking con 160 litros por habitante al año, seguida a distancia por Alemania, con poco más de 130 litros, y Dinamarca, con 125. Los diez primeros se mantienen en el mismo orden que tenían en 1990, pero todos bajaron su consumo. América latina, en cambio, aumentó la ingestión de cerveza en el mismo período en un 9%.

DESEMPLEO. El número de desocupados en Francia subió por tercer mes consecutivo en octubre, como reflejo del pesimismo empresario y un menor ritmo de crecimiento económico. La tasa de desocupación, del 11,5%, empañan aún más el panorama económico. Paul Horne, economista del banco de inversiones Smith Barney en París, señaló que "estas malas noticias hacen mucho más difícil el recorte del déficit fiscal".



(*Por Alejandro Morduchowicz* *) Una vez más, los éxitos del corto plazo encubren los problemas estructurales del financiamiento público. La quinta moratoria impositiva y previsional desde el Plan de Convertibilidad y la segunda en el corriente año superó las proyecciones más optimistas, es decir, las realizadas desde el Gobierno. Lanzada hace unos meses, inicialmente las autoridades económicas estimaron que se recaudarían entre $ 1500 y 2000 millones de pesos. Ni un analista privado apostó a esa cifra, y los más cautos se limitaron a señalar la imposibilidad de precisar números.

Naturalmente, ese escepticismo tenía sus fundamentos: si bien el mecanismo elegido para asegurar recursos al Fisco no dejaba de ser novedoso, las restricciones establecidas originariamente atentaban contra las previsiones más generosas. Con el correr del tiempo, las condiciones de ingreso a este plan de pagos se fueron flexibilizando y contribuyeron a configurar la performance lograda. Como en anteriores oportunidades y otras disyuntivas, Economía partió de hipótesis de políticas y exigencias de máxima hasta ir reduciéndolas a situaciones de mínima.

En qué medida esa ductilidad fue la determinante o, meramente, un factor más de los que pudieron haber influido en el mayor grado de cumplimiento tributario es una cuestión que sólo con el transcurrir de los días se podrá precisar con más exactitud. Esto, si es que la necesidad de dilucidar los motivos por los cuales la gente se presentó a la moratoria no pasa a un segundo plano.

Y sería saludable que así sucediera. No porque sea un tema que carezca de importancia, sino porque frente al problema estructural de financiamiento del sector público, la determinación de las causas del nivel de acatamiento a una moratoria pierden algo de su relevancia. Concretamente, $ 4000 millones pueden brindar algo más que aire a las arcas públicas, pero no dejan de ser una salida parcial (esta moratoria, como las demás, ha sido pensada, precisamente, como una escapatoria coyuntural).

Además, el Gobierno vino a agregar un factor que podría comprometer aún más la de por sí precaria situación fiscal. La experiencia pasada muestra que la recaudación de las moratorias va disminuyendo con el paso de los meses por incumplimiento de los contribuyentes. Si llevado por el éxito, Economía volviera a solicitar un adelanto de fondos al sistema financiero a cuenta de la recaudación futura y si ésta se comportase de modo similar a la de otras moratorias y planes de pago, el efecto final habrá sido sumar las necesidades de 1995 a las de 1996. Un escenario nada halagüeño si, entre otras cosas, no mejora el nivel de actividad económica y, por esa vía, la recaudación impositiva *normal*.

En función de estas consideraciones, dadas las actuales necesidades de financiamiento del gasto público, lo verdaderamente novedoso –y tranquilizador– sería si el Gobierno pudiera garantizar un flujo adicional, estable y duradero de, por lo menos, $ 400 millones mensuales. Claro está que los requerimientos futuros nunca desvelaron a las autoridades; en esto encontramos una constante más en el comportamiento oficial: el esquema de caja es un supuesto básico de la Convertibilidad y en la medida en que en lo inmediato se verifique el equilibrio, las cuestiones de mediano y largo plazo encontrarán alguna salida cuando les toque el turno de ser de corto plazo.

Pero nosotros no nos podemos abstraer de ese problema permanente que es la necesidad y el uso que tienen los recursos públicos. Tomemos, por caso, las estimaciones incluidas en el proyecto de Presupuesto de la Administración Nacional para 1996; según aquellas, los recursos que aportarán la Dirección General Impositiva y la Dirección Nacional de Aduanas serán de poco más de $ 36.000 millones. Sin embargo, desde el vamos, esos ingresos se encuentran comprometidos en otros destinos: alrededor de $ 15.000 millones se transferirán a las provincias por coparticipación, aportes y afectaciones específicas; además, otros $ 8000 millones financiarán parte de las prestaciones de la Seguridad Social "y otros gastos operativos".

En suma, el Gobierno actúa como una mera correa de transmisión de $ 23.000 millones (64 por ciento de esos recursos), esto sin contar otras transferencias corrientes y de capital y el pago de intereses de deuda que ahondan la magnitud de los ingresos que recauda el Estado nacional y no puede asignar libremente. Si a estos conceptos se le agregan gastos de funcionamiento del aparato estatal que deben considerarse inflexibles a la baja (parte de las erogaciones en Personal y Bienes y Servicios), el margen de acción se ve sumamente reducido.

En otras palabras, la disponibilidad de los escasos recursos públicos (la presión tributaria del año que viene rondará el 15 por ciento del PBI) es por demás limitada y las medidas de contención y disminución del gasto han resultado prácticamente inefectivas. A título ilustrativo, señalemos que, a pesar de las medidas de reducción de salarios adoptadas en marzo pasado, el gasto final proyectado en personal para este año es superior a las previsiones originarias contenidas en el Presupuesto de 1995.

En este orden de ideas, los planes de pago, etc., no pueden más que ser vistos como salidas netamente cortoplacistas que sólo facilitan el cierre de las cuentas fiscales. Por lo demás, aun la más exitosa de las moratorias no logrará aportar mucho a la solución del problema estructural del financiamiento público si no se la aprovecha para realizar, como mínimo, un seguimiento permanente del acatamiento tributario.

** Economista del Centro de Estudios Bonaerense.*

BANCO DE DATOS

AGUAS ARGENTINAS

La compañía que tiene la concesión por 30 años de la provisión de agua en la Capital y en 13 partidos del conurbano bonaerense emitió un Euro Commercial Papers por 70 millones de dólares. Esos fondos serán utilizados por Aguas Argentinas para financiar su programa de inversión y sus necesidades de capital de trabajo. Ese papel constituye el primer tramo de un Programa Global de ON por 100 millones, hasta 365 días de plazo. Los organizadores del programa son Galicia Capital Markets y el Banco Santander. Esos bonos han sido calificados con un *AA* por las agencias de riesgo Broda, Domínguez Econsult/Duff & Phelps y Risk Annalysis. Aguas Argentinas facturó en los primeros nueve meses de este año 269 millones de dólares, 23 por ciento más que en igual período de 1994. Desde el inicio de sus operaciones la compañía incrementó en un 8,2 por ciento la cantidad de personas que recibe el servicio de agua potable y en un 29,6 por ciento su producción.

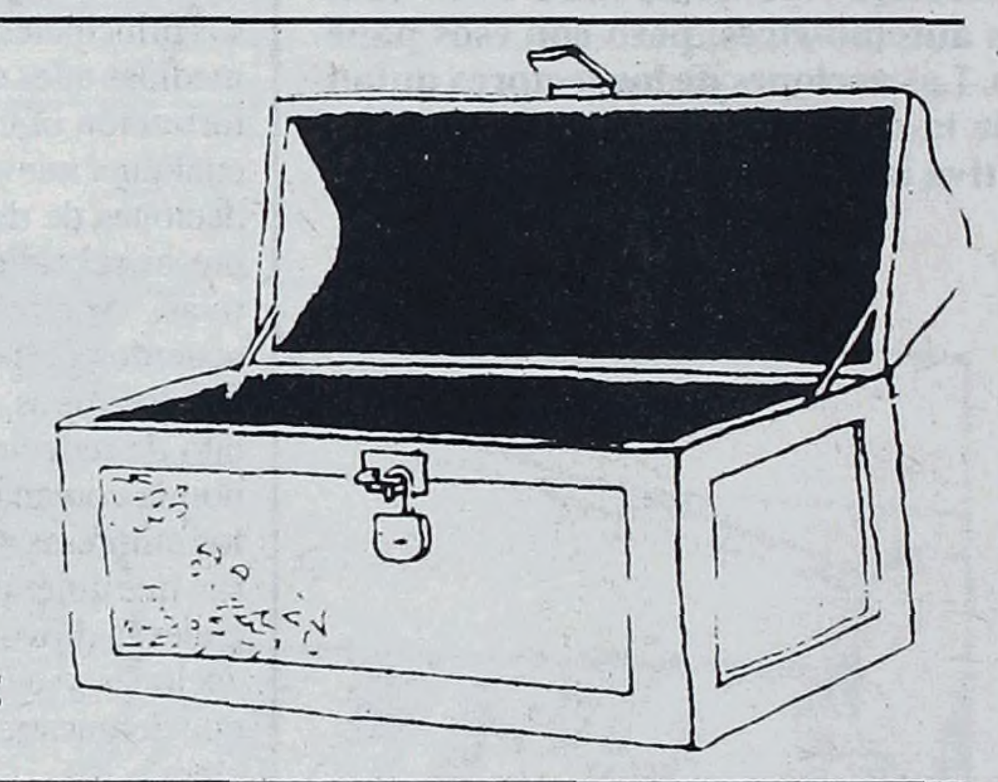
MILKAUT

La Asociación Unión Tamberos Cooperativa Limitada, que maneja la firma Milkaut, invirtió 6 millones de dólares en una nueva planta elaboradora de leche en polvo, ubicada en la localidad de Franck, Santa Fe. Milkaut tiene un proyecto de expansión que requiere una inversión de 40 millones de dólares. La flamante fábrica de 2500 metros cuadrados empleará a 40 operarios y procesará 500.000 litros de leche por día, con una capacidad de elaboración de 50 mil kilogramos. La Asociación Unión Tamberos Cooperativa fue creada en 1925, y en la actualidad cuenta con ocho plantas industriales que emplean a 1250 trabajadores que procesan diariamente 1,1 millones de litros de leche, insumo que proviene de los 1356 productores asociados. Milkaut tiene nueve sucursales de venta en todo el país y su facturación de este año alcanzará los 160 millones de dólares. Sus exportaciones sumarán 30 millones, y los principales destinos de sus productos han sido los países del Mercosur, Estados Unidos, Canadá, Japón, Holanda, entre otros. Con activos por 96,6 millones de dólares, la ganancia de la compañía fue de 5,6 millones de dólares en 1994.

AMERICAN PLAST

La fábrica de envases plásticos, que hace poco más de dos años ingresó a la oferta pública, fue comprada por la brasileña Dixie-Toga. Por 22,8 millones de dólares, esa compañía se quedó con el 63 por ciento del capital de American Plast, paquete que equivale al 88,2 por ciento de los votos en las asambleas. Como a los brasileños no les interesaba uno de los activos de American Plast, Tecnograf, los accionistas argentinos decidieron vender el paquete de esa empresa a la firma Vince International Holdings Limited por el simbólico precio de 1 peso.

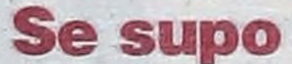
EL BAUL DE MANUEL



Por M. Fernández López

Se supo

La convertibilidad rigió ininterrumpidamente en la paridad 2,2727 desde 1899 hasta 1929, es decir durante 30 años. Se demostró muchas veces que la convertibilidad argentina era una estructura permanente y de doble vía, que permitía el ingreso de capitales y podía afrontar el egreso. Horacio Liendo, 23/11/95. Ley dictatorial, impide al trabajador mantener fijo su salario real y sujeta su empleo al capricho del gran capital. No imitada por país alguno, conocimos por fin al padre de la criatura, basada en un conocimiento imperfecto del pasado y una visión interesada del mismo. "Soy el redactor de la ley –dijo–: *pensé mucho tiempo en este esquema antes de proponerlo.* Y estudié mucho nuestra historia." ¿Qué historia? ¿La de Grosso? La historia dice otra cosa: 1º) Como ley provincial, la convertibilidad empezó el 3/1/1867 en Buenos Aires, y como ley nacional, con la 1130 del 5/11/1881. 2º) La realidad no se crea por ley: la ley Roca/Rosa del 4/11/1899 no se aplicó hasta 1902-3, debido a condiciones económicas adversas. 3º) Que una ley no se derogue no significa que rija: la ley 3871 no se derogó, pero bastó con cerrar la Caja de Conversión entre 1914, al comenzar la Guerra, y 1927, cuando la reabrió Alvear. La conversión no pudo resistir grandes shocks externos. Y esto no es *un punto de vista* en una *discusión*: ante la crisis de 1876, 1885 y 1929, la convertibilidad se *cayó*. No les quedó otra a Avellaneda, Roca, Victorino de la Plaza e Yrigoyen: no entraba en sus mentes dejar que el país y su gente fueran vaciados por el mercado mundial. Llamar a esto "estructura exitosa de doble vía" es, pues, otra mentira. Raúl Prebisch, subsecretario de Hacienda bajo un gobierno de facto que aplicó un plan económico ortodoxo, dijo 15 años después de la última experiencia: "El sistema de la Caja de Conversión fue de extrema rigidez. Se limitaba a entregar automáticamente papel a cambio de oro y oro a cambio de papel, de acuerdo con una relación fija. Dentro de este régimen, para mantener la conversión y la estabilidad monetaria, era necesario someter las actividades internas a las bruscas e intensas fluctuaciones del balance de pagos. La caja funciona mientras ingresa oro para convertirse en papel, pero deja de funcionar, cuando debido a balances de pago adversos hay que entregar papel para exportar oro y someter a la economía interna a una violenta deflación". ¡Vaya éxito!



Saldos y retazos

El economista estonio Ragnar Nurkse (1904-1961), teórico del crecimiento balanceado, definió 50 años atrás el equilibrio monetario internacional: un tipo de cambio de equilibrio es el que, "por cierto período de tiempo, mantiene en equilibrio al balance de pagos". Olivera (1962) demostró que ese concepto es restringido, y que el equilibrio del balance de pagos exige el equilibrio *general*, no sólo el del mercado cambiario: un equilibrio meramente cambiario, logrado a expensas de la producción y el empleo, no es equilibrio del balance de pagos. En la Argentina, si prescindimos de factores no esenciales, el equilibrio cambiario exige que: la oferta de dólares, fruto de la exportación (E), debe satisfacer la demanda de dólares para comprar importaciones (I) y pagar servicios de la deuda externa y utilidades de inversiones extranjeras directas (D). En símbolos E = I + D. Si la autoridad –no el mercado– fija el tipo de cambio, éste debería asegurar esa igualdad en el tiempo. Y se vio que el tipo elegido fue erróneo, y que en ningún momento E fue superior o al menos igual a I + D. La paridad 1:1 inmutable no tuvo por fin lograr el equilibrio cambiario, sino un fin político: inducir confianza en el nuevo peso convertible. Cada día, al informarse sobre los mercados, se dice: "El dólar cotiza sin variantes". ¿La oferta iguala a la demanda? Un cachito de esa oferta es creada al salir a cada rato el ministro a endeudarnos otro cachito, al ofrecer en liquidación los saldos y retazos de la masiva enajenación del patrimonio público; otro cachito lanzando al desamparo millares de trabajadores, para que el Estado gaste menos en gente y más en dólares para cumplir con la importante suma a que asciende D y que el Estado no reúne con impuestos, al negarse a gravar las ganancias de la *Argentina 1* y sus cañones apuntarlos a la *Argentina 2*, cada vez más anómica, famélica, marginal, analfabeta, enferma y desilusionada. No es equilibrio general, porque la temperatura se mantiene incendiando el país: hoy los fundamentalistas de mercado piden reducir a la mitad los empleados del Estado; mañana pedirán la mitad de la mitad, y así hasta desaparecer el propio Estado, *organización jurídica y política* de la Nación. Pero –eso sí– con el dólar sin variantes en su cotización.